

信贷配给理论与民间金融中的利率

江曙霞 秦国楼

近几年来，随着民营企业融资问题的日益突出，民间金融问题再度引起我国经济理论界的关注。讨论的焦点集中在两个方面：民间金融为何存在？如何解释民间金融中的高利率现象？对上述问题的不同回答又会导致不同的政策建议。

民间金融又称非正规金融、灰色金融等，民间金融部门是相对正规金融部门或官方金融组织而言的。由于金融行业的特殊属性，金融部门和金融活动往往是各国监管最严格的对象之一。然而，在大多数发展中国家，由于金融业的不发达、正规金融范围的有限性，在官方金融组织和金融监管之外，还广泛存在一个不受监管的非正规的民间金融组织，形成发展中国家金融业的二元结构。在我国，民间金融实际上是一个从简单的民间自由借贷到较为规范化、组织化的金融中介（如各类互助基金会、金融服务社等）的发展链。在传统的直接融资性质的民间金融活动如民间自由借贷、某些合会中，其利率可能是很低甚至是没有利息的；而在现代的间接融资性质的民间金融活动中，其利率往往是很高的。

传统的民间金融活动大多发生在乡土气息浓厚的

农村地区，借贷双方常常是亲戚朋友、街坊邻居，他们彼此熟悉，相互信任，长期相处。从信息经济学的角度看，这种借贷活动是一种信息相对较为充分的多次博弈活动，因而其交易成本相对较低。此外，传统的民间融资活动中，还包含有互济互助的因素。也就是说，传统的民间金融活动中，不仅包含融资的经济功能，而且在很大程度上带有“一方有难，八方相助”的社会功能。它们不单是一种调剂资金余缺的经济制度，而且是一种起保障作用的社会制度。传统民间金融的这种双重性质，我们在我国一些地方的救灾互助储金会和孟加拉的乡村银行（CB）中都能得到印证。因此，我们不难理解为什么一些民间融资的利率可能很低甚至根本不需利息。至于在私人钱庄、金融服务社等以间接融资为特征的民间融资中，利率通常远远高于正规金融部门。那么，究竟如何解释这一现象？它们与高利贷性质的高利率有何区别？对这一问题的不同回答，往往是持不同见解的研究者们争论的焦点（姜朝旭，1996；唐寿宁，1999）。

关于民间金融中的高利率问题，传统的解释是从利率有无包含垄断利润这一角度进行的：如果高利率中包含有垄断利润的成份，那么，它就是一种高利贷式的融资活动，相应的政策含义就是应对之予以打击

注：本文是作者主持的国家自然科学基金“我国地下金融研究”的成果之一。

和取缔；如果民间融资中的高利率没有包含垄断利润的成份，那么它就是对受到管制的官方利率的一种校正，是合理的，相应的政策含义就是应加以疏导而不是简单的打击和取缔。然而，在经济落后地区和经济较发达地区，社会的平均利润率是相差很大的；即使是在同一地区，不同企业、不同项目的利润率也是不尽一致的。平均利润率的差异使得基于垄断利润的判断难以得出一般性的结论。因此，基于平均利润率的理论解释和由此导致的政策含义也是令人困惑的。

张军在《改革后中国农村的非正规金融部门：温州案例》（下文简称“张文”，载于张曙光主编《中国制度变迁的案例研究》（第二卷），中国财政经济出版社，1999年版）则从信贷配给（credit rationing）的角度提供了一种新的解释。他认为：信贷市场上存在信息不对称状况；利率不仅对信贷资金的供给和需求起着调节作用，而且作为一种信号传递（signalling）“具有调节借贷风险组合或过滤借贷风险的功能”，因而均衡的利率未必能出清市场；“民间信贷市场上，贷方将面临更严重的对风险过滤的问题与对借贷合同的条款有效执行的问题”。因而，张军认为“农村信贷市场的分割以及利率在非正规信贷部门能保持高于正规部门的稳定水平”是“农户和农户组织对农村金融市场上关于还贷风险信息的严重不对称分布状态”的“理性反应”。

张文运用信息不完全和信贷配给理论来解释民间金融（即张文中的“非正规金融”）中的利率高于正规金融的利率这一现象（本文不考虑非正规金融与正规金融部门的分割问题。需要指出的是，张文运用信贷配给理论，同样未能解释这一问题。），这一论断迥异于传统的从垄断利润角度进行的解释。然而，他的分析却无法导出相应的逻辑结果，即如果以民间信贷市场信贷配给现象来解释其利率水平，那么民间信贷市场的利率应当低于不存在信贷配给时的瓦尔拉斯均衡利率水平。为此，我们在第二部分扼要阐述信贷配给理论的基本内容，在第三部分就民间金融中的利率问题给出我们的解释。

二

微观经济学中的信贷配给理论既与宏观经济学中作为货币政策的计划控制工具的信用配额（quotation）管理不同，也与因利率管制（interest ceiling）形成的借贷差额及由此导致的信贷配给不同。它是信贷市场

上的这样一种状况：按照既定的契约条件（主要是利率），贷方提供的资金少于借方的需求。配给现象一般不会出现于运转良好的商品与服务市场上，因为需求大于供给会产生提高价格的刺激。但在信贷市场上，决定借贷行为的因素除了利率外，还有诸如贷款用途、贷款抵押等非利率因素的附加条件。信贷配给问题很早就受到经济学家们的关注。亚当·斯密在论述高利贷的最高数额时曾提及信贷配给问题；信贷配给还是英国关于金银块和货币的争论的一个问题，并被后来的凯恩斯强调为影响投资数量的因素之一。二战后，信贷配给为鲁萨（Roosa，1951）以及美国联邦储备系统的其他一些人所推崇，作为“资金可获得性学说”（the availability doctrine）的一部分而风行于美国。

信贷配给包括以下两种情况（Keeton，1979）：一种是，按照银行标明的利率，贷款申请人的借款要求只能部分地被满足；另一种是，在所有贷款申请人中，一部分人得到贷款，另一部分人被拒绝，尽管从银行看来，被拒绝贷款的申请人与得到贷款的申请人并无差异。按照贷款的利率状况，信贷配给还可分成均衡配给（equilibrium rationing）与静态信贷配给（dynamic rationing）两种情形（Jaffee and Modigliani，1969）。前者是贷款利率处于长期均衡水平时的信贷配给；后者是贷款利率尚未充分调整至长期最优水平时的信贷配给，它是由于市场价格（即利率）不能随市场供求变化作出相应调整而出现的暂时的非均衡现象。静态信贷配给其实是市场的一种非均衡状态，这种非均衡状态在其它商品市场同样存在，如一般商品在供不应求时会出现“凭票供应”和价格上升，脱离长期均衡水平。20世纪60年代以前，信贷配给一直被看作一种暂时的非均衡现象，比如50年代的“资金可获得性学说”认为，信贷配给是由于特定的制度约束（如利率上限）而造成的暂时的非均衡现象。1960年霍奇曼（Hodgman）在《经济学季刊》上发表“信贷风险与信贷配给”一文后，经济学家们才认识到，信贷配给有可能是一种均衡现象，于是对此进行了深入研究，提出了多种模型和假说，并借助某些间接变量进行了实证检验，形成了大量关于信贷配给方面的文献。霍奇曼率先提出违约风险（risk of default）是导致信贷配给的原因之一；弗雷默和戈登将这一问题变成在既定规模下某种投资项目贷款违约率随利率水平变化而变化的概率分布问题（Freimer and Gordon，

1965)。信息经济学在信贷配给理论中的运用使得该理论趋于成熟 (Kane and Malkiel, 1965; Jeffee and Russell, 1976; Barro, 1976; Fried and Howitt, 1980; Stiglitz and Weiss, 1981, 1983; Bester, 1985; Williamson, 1986, 1987)。斯蒂格利茨和韦斯 (Stiglitz and Weiss) 在 1981 年《美国经济评论》上发表的“不完美信息市场中的信贷配给”一文, 根据事前 (ex-ante) 和事后 (ex-post) 不对称信息 (asymmetric information), 提出并论证了逆向选择效应假说 (adverse selection) 和激励效应假说 (incentive effect)。

经济学家们之所以对均衡信贷配给现象更感兴趣, 是因为它涉及到市场是如何运行的这样一个基本问题。根据新古典价格理论, 利率的自动调整会使信贷市场的资金供给等于资金需求, 并将信贷配给现象解释为由外部冲击引起的一种暂时的非均衡现象, 或者政府干预的结果。如果信贷配给是一种均衡现象, 为什么商业银行不是通过提高利率来使得过剩的贷款需求与供给相匹配, 而宁愿在一定的利率水平下拒绝部分贷款申请? 更一般地说, 为什么价格不能使得市场出清? 或者说, 供求法则为什么在信贷市场上失效?

新古典价格理论解释均衡信贷配给问题的苍白源于这一理论的两个基本假设之一: 市场参与人之间不存在信息不对称问题。然而, 在信贷市场上, 借者与贷者之间的信息不对称却是客观存在的事实, 所以, 新古典价格理论的核心——供求法则在解释信贷配给理论上失效。

正由于信贷市场上存在普遍的信息不对称问题, 解释信贷配给现象的最适合的理论是 20 世纪六、七十年代以后才得以广泛运用的信息经济学。只有当信息经济学运用于金融中介和信贷市场的分析时, 信贷配给理论才趋于成熟。在诸多关于信贷配给理论的文献中, 信息经济学的代表人物——斯蒂格利茨和韦斯的“不完美信息市场中的信贷配给”一文堪称典范之作。下文扼要介绍之。

在信贷市场上, 作为贷者的银行不仅关心贷款利率, 而且关注贷款的风险程度。然而, 信贷市场上关于贷款项目的风险程度的信息在借、贷双方之间的分布是不对称的: 在贷款发放或贷款合同签订之前, 银行对贷款项目的了解总是不如借款人, 结果出现类似于保险市场上的逆向选择问题 (adverse selection), 或者旧货市场上的“柠檬问题” (lemons problem) (柠

檬, 英语的含义是令人不愉快、不满意, 或无价值之物, 柠檬模型 (lemons model) 即是旧车市场模型 (Akerlof, 1970) 的俗称。)。所以, 那些贷款风险最大的人往往是寻求贷款最积极的人。在贷款发放或贷款合同签订之后, 借款人可能改变贷款用途, 从事不利于银行利益的项目, 或者对银行隐瞒贷款项目的真实收益, 银行要么不能获得关于贷款用途和项目收益的真实信息, 要么承担高昂的监督成本 (monitoring cost)。这就是所谓的道德风险问题 (moral hazard)。这一问题的本质其实就是合约双方之间的委托——代理问题 (principal-agent problem) (Arrow, 1963)。

斯蒂格利茨和韦斯 (1981) 证明, 在存在信息不对称的情况下, 利率本身可以通过筛选潜在的借款人 (即逆向选择效应) 和影响借款人的行为 (即激励效应) 来影响贷款项目的风险程度。这是因为, 贷款人的预期效用包括贷款利率和借款人还款的概率两个方面。当银行不能观察借款人的投资风险时, 提高利率或者使低风险的借款人退出市场, 或者诱使借款人选择更高风险的项目。因而, 利率的提高可能降低而不是增加银行的预期效用, 即银行的预期效用是利率的非单调函数。银行宁愿在相对低的利率水平上拒绝一部分贷款需求, 而不愿选择在高利率水平上满足所有借款要求。这就是斯蒂格利茨和韦斯关于信贷配给的两个假说。他们认为, “当价格 (即利率) 影响交易的性质时, 价格可能不会出清市场。”

此外, 威廉姆森 (1986、1987) 还从监督成本 (monitoring cost) 的角度对信贷配给产生的原因给予了进一步的论证。他认为, 即使不考虑上述两种假说, 如果银行要对借款人进行监督, 其预期的监督成本会随着利率的增加而增加, 从而降低银行的预期收益。后来, 韦坎德 (1999) 借助由汤森 (Townsend, 1979) 等人创立的昂贵的状态证实模型 (costly state verification, CSV), 将斯蒂格利茨、韦斯和威廉姆森的方法结合在一起。柯西 (Cosci, 1993) 在斯蒂格利茨、韦斯和威廉姆森的基础上建立了关于借贷合约的最优安排的综合理论模型。

三

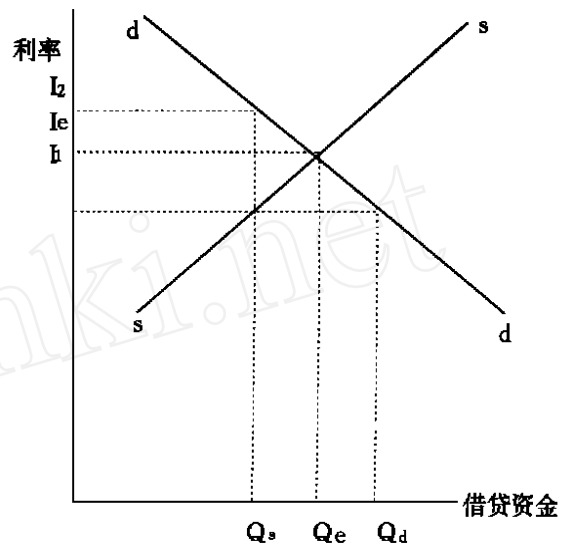
根据我们上文对信贷配给理论的剖析可知, 如果民间金融 (或非正规金融) 部门存在信贷配给问题, 那么, 信贷配给均衡下的利率应当低于不存在信贷配给时的瓦尔拉斯均衡利率。这一结论与张文所要解释

的非正规信贷部门利率高于正规部门的现象正好相反。可见，张文在其分析中违背了逻辑学上的“同一律”的基本要求。不仅如此，张文本身就包含着严重的自相矛盾之处。一方面，他承认“民间的借贷最初都是从亲朋好友和邻里之间的借贷链扩展出去的”，所以，“信息不对称问题以及履约问题在亲朋好友与邻里之间一般来说是不严重的”；另一方面，他仍然坚持将基于信息不对称的信贷配给理论用于解释非正规金融部门的利率高于正规金融部门，似乎正规金融部门就不存在信息不对称问题，或者非正规金融部门的信息不对称状况比正规金融部门还要严重！不过，信贷配给理论倒是可以说明，只要存在超额需求，即使资金的供给增加（供给曲线右移），或者资金的需求减少（需求曲线左移），利率也不会降低，而是保持在相对稳定状态。

唐寿宁（1999）从贷款人参与借款人的利润分享这一角度来解释民间金融的高利率现象，很有说服力。但是，他没有从相应的组织形式方面予以进一步论证。比较规范化、组织化的民间金融组织往往采取互助合作形式，如农村合作基金会、金融互助社（即金融服务社）。从产权的角度看，互助合作社这类组织的客户（贷款者）也是其剩余索取者（思拉恩·埃格特森，1996），理所应当参与经营利润的分配。

对于民间金融中的高利率现象，我们补充以下几个方面的解释。其一，民间金融中的贷款数额小，但其管理和运作成本几乎与大额贷款一样高，这使得其资金成本相对较高。其二，民间金融的融资活动尚未得到官方的认可，得不到法律的保护，并且民间金融的贷款缺少合格的担保和抵押，因而在其借贷活动中，就存在被官方取缔和借款人一旦违约贷款人却无法进行强制实施的风险。高风险自然要求有高收益。由此引出的政策含义是，只有使民间金融合法化，并将其纳入法律保护，从而降低其经营中的政策风险和法律风险，才有助于降低层间融资的利率。其三，我们可以运用利率管制和信贷计划分配下的供求框架进行分析。如下图，信贷资金供给（ss）与需求（dd）的均衡利率为 I_e ，假设金融当局规定利率为 I_1 ，低于供求相等时的均衡利率 I_e ，这一利率下的信贷资金供给量和需求量分别为 Q_s 和 Q_d 。因为 $Q_s < Q_d$ ，金融当局只好将有限的资金按计划分配给大的借款人（如国有企业）。得不到贷款的小借款人（如民营企业）只能到民间金融市场寻求融资，他们愿意付出的利率是

I_2 ，这一利率既高于管制利率 I_1 ，也高于均衡 I_e 。



管制利率与民间金融中的利率

最后，我们同样可以运用信息不对称和信贷配给理论来解释民间金融的高利率现象。假定在信贷市场上借款者与贷款者之间存在事前（ex-ante）信息不对称问题，那么大企业通常被看作低风险的借款者，因为关于它们的信息（如诚信、风险偏好等）更容易获得；就事后（ex-post）不对称信息而言，大企业同样有小企业无可比拟的优势。大企业的财务报表必须附加审计师的意见才可公布，它们比小企业更公平、审慎。作为甄别装置（screening devices）的担保、债务/权益比、净值等，小企业也不如大企业。所以，一般而言，小企业比大企业面临更严重的信贷配给问题。在经济不景气时期，信贷市场上的大、小企业和好、坏企业之间的区分更为显著（Blinder and Stiglitz, 1983）。被配给出去的小企业只好求助于直接融资（open market）。如同“柠檬问题”一样，它们被视为质量低劣的“坏车”，因而只有较高的利率才能为市场所接收。新成立的企业也面临同样的问题。这一解释对于中小企业、新兴企业和风险投资企业从民间金融部门融资时必须付出高利率这一现象具有较强的说服力。需要说明的是，此处的信贷配给不是单指民间金融部门而言，而是立足整个信贷市场。

作者单位：厦门大学财政金融系

邮政编码：361005